

أَعْنَاءُ إِلَى
نَدْوَةِ التَّحْقِيقَاتِ بَيْنَ الْحُكُومَةِ وَالْفِطَاخِ الْإِهْلِيَّةِ
فِي
مَوَاقِفِ الْمَشْرُوعَاتِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ

مَرْكَزُ بَحْثِ الْاِقْتِصَادِ الْاِسْلَامِيِّ
جَامِعَةُ الْمَلِكِ عَبْدِ الْعَزِيزِ

٢-٤/٧/١٤٢٠ هـ
١١-١٣/١٠/١٩٩٩ م

تَحْرِير
٩. رَفِيقُ يُونُسَ الْخُصْرِيِّ

مَرْكَزُ النِّشْرِ الْعَالَمِيِّ
جَامِعَةُ الْمَلِكِ عَبْدِ الْعَزِيزِ
جَدَّة

أَعْيُنُ الْإِسْلَامِ
تَذَرُّعُ الْبَغْيِ بَيْنَ الْحُكُومَةِ وَالْفِطْلِ الْإِسْلَامِيِّ
فِي
مَوَدِّ الْمَشْرِوعِ الْإِقْصَائِيِّ

المنعقدة في جدة
في الفتة

٢-٤/٧/١٤٢٠ هـ
١١-١٣/١٠/١٩٩٩ م

تحرير

د. رفيع يونس المصري
مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي
جامعة الملك عبد العزيز

مركز النشر العالمي
جامعة الملك عبد العزيز
ص ب ٨٠٢٠١ - جدة ٢١٥٨٩
الطبعة الأولى (١٤٢٠ هـ)

© جامعة الملك عبد العزيز ١٤٢١ هـ (٢٠٠١ م)

جميع حقوق الطبع محفوظة .

الطبعة الأولى : ١٤٢١ هـ (٢٠٠١ م)

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الاهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية (١٤٢٠

: جدة)

اعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الاهلي في تمويل المشروعات

الاقتصادية المنعقدة في الفترة ٢ - ٤ / ٧ / ١٤٢٠ هـ . - جدة .

٤٩٥ ص ، ٢٤ سم

ردمك : ٨ - ٢٨٤ - ٠٦ - ٩٩٦٠

١- التنمية الاقتصادية - تمويل - ندوات ٢ - جامعة الملك عبدالعزيز -

ندوات أ- العنوان

ديوي ٣٣٢,١٥٢

٢١/٤٩٢٨

رقم الإيداع : ٢١/٤٩٢٨

ردمك : ٨ - ٢٨٤ - ٠٦ - ٩٩٦٠

مطابع جامعة الملك عبد العزيز

اخرى ..

تصدير

الجهات المش

كلمات الا

كلمة مدير

كلمة معالي

المحاضرات

محاضرة معا

محاضرة الش

البحوث .

المحور ١

تجربة البنك

بصيف إسلا

١- مقلعة

٢- مشار

١-٢

٢-٢

٣- القطا

٢-٣

دور صناديق الاستثمار في تمويل مشاريع البنية التحتية

للدكتور محمد علي القرني

جامعة الملك عبد العزيز بجدة

مقدمة

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر ، ولا ريب أن ما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة ، لغرض الاستثمار بين أسواق العالم ، إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق . لم يزد عدد صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية ، سنة ١٩٤٠م ، عن ٦٨ صندوقاً ، حجمها مجتمعة ٥٠٠٠ مليون دولار ، وصلت في سنة ١٩٩٤م إلى ٥٠٠٠ صندوق مسجل رسمياً ، تصل الأموال فيها إلى أكثر من ٢٥ ترليون دولار^(١) . إن صناديق الاستثمار مهمة للمسلمين اليوم ، إذ يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين ، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز ، وأن تكون توطئة لأسلمة البنوك ، وجزءاً من برنامج لتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي ، في أي بلد من بلاد المسلمين . وفي المملكة العربية السعودية تسوق البنوك نحو ٥٠ صندوقاً استثمارياً ، أكبرها جميعاً وأكثرها ربحاً هي الصناديق الإسلامية .

وسوف نبدأ أولاً في التعريف بالصناديق وأنواعها ، كما هي في العمل المصرفي التقليدي ، ثم نتقل إلى الصناديق الإسلامية .

١- ما هي صناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار هي محافظ تجتمع فيها المدخرات الصغيرة ، لتكون حجمًا من الأموال ، يمكن أن يستفيد من ميزات التنوع ، ويؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار . وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار (Investment Company) ، تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه . وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات ، عن طريق إصدار وحدات استثمارية ، متساوية القيمة عند الإصدار ، شبيهة بالأسهم .

٢- نبذة تاريخية

صناديق الاستثمار قديمة ، فهي تعود إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر . وقد عرفت صناديق الأسهم والسندات في بريطانيا ، منذ سنة ١٨٦٠ م . وفي الولايات المتحدة ، بلغ عدد هذه الصناديق ، سنة ١٩٢١ م ، أكثر من أربعين صندوقًا ، تتضمن عدة بلايين من الدولارات^(١) ، ثم نما عظيمًا حتى بلغ حجم هذه الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة ، سنة ١٩٨٠ م ، نحو ١٨٠ بليون دولار ، ثم تخطى حجمها ، في سنة ١٩٩٢ م ، ١٦٦ ترليون دولار^(٢) .

٣- ميزات الصناديق الاستثمارية

أ- التنوع والتركيز :

ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات ، متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد ، إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم . ولذلك توفر صناديق الاستثمار ، التي تجتمع فيها الأموال الكثيرة ، الفرصة له في الاستفادة من محاسن التنوع ، حتى عند مستوى متدن من المدخرات الفردية ، وتؤدي عملية التنوع المذكورة إلى

١- (History of Corporate P. 196) .

٢- (Boggle 1993) .

قدر كبير من الاستقرار في العائد ، والحماية لرأس المال ، لأن توزيع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ، ودرجات متنوعة من المخاطر ، من حيث نوعية الاستثمار والموقع الجغرافي ... إلخ ، يحقق هذه النتيجة .

ومن جهة ثانية، فإن من المستثمرين من لا يرغب في التنوع ، وإنما يفضل تركيز استثماراته في مجال واحد فقط . ومعلوم أن الودائع المصرفية لا تحقق هذا الغرض ، إذ إنها أيضًا تمثل محفظة استثمارية متنوعة . ولذلك يكون تحقيق رغبة هذا المستثمر ممكنًا عن طريق الصناديق الاستثمارية المتخصصة . ونجد صناديق الاستثمار المتخصصة التي تستثمر في المعادن الثمينة فحسب .

ب- الإدارة المتخصصة

يمكن للصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة ، والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال ، نظرًا للحجم الكبير للصندوق. هذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه ، إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعنى مدخراتهم الصغيرة ، حتى تصبح ذات حجم كبير ، يمكن من الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخبرات .

ج- السيولة

تدل دراسات كثيرة على أن السيولة تعد أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المدخرين . ولا ريب أن الاستثمارات المباشرة ، وكذلك الفرص التي توفرها البنوك التجارية في الحسابات الآجلة ، هي أقل سيولة من الصناديق الاستثمارية المفتوحة ، وفي كثير من الأحيان أقل منها عائدًا . ومن جهة أخرى فإن السيولة بالنسبة للحجم الصغير من الاستثمار ربما تكون عالية التكاليف ، حتى عند التوظيف في الأسهم ، وما شابها من الأوراق المالية ، ويعود ذلك للرسوم التي تتضمنها عمليات البيع والشراء ، من رسوم التسجيل ، وأجور السمسرة . ولذلك

يمكن القول إن صناديق الاستثمار توفر سيولة عالية بتكاليف متدنية للمستثمرين ، لا يمكن لهم الحصول عليها ، من خلال الاستثمار المباشر .

د- الاقتراض (الرافعة)

ومن الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ، ولا تتوافر للأفراد ذوي المدخرات القليلة ، هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار ، وهو ما يسمى بالرافعة . فيمكن لصندوق استثمار للأسهم مثلاً أن يقترض من البنوك بضمان تلك الأسهم ، ثم يشتري بها أسهماً أخرى . ولما كان سعر الفائدة على القرض هو أقل ، في أغلب الأحوال ، من العائد على الاستثمار في الأسهم ، استطاع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين . فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ ألف دولار ، على سبيل المثال ، سوف يحصل على عائد استثماري ، كما لو كان استثمر مبلغ ١٥٠٠ دولار مثلاً . وهذه من الميزات التي تتحقق من خلال صيغة الصندوق الاستثماري . ومعلوم أن مثل هذا الإجراء لا يجوز ، ولكن يمكن تصميم بديل مقبول من الناحية الشرعية ، ينهض بغرضه ضمن دائرة المباح .

٤- لماذا الصناديق الاستثمارية ؟

أما الباعث على ظهور الصناديق الاستثمارية فهذا ما سنحاول الإجابة عنه هنا . تنقسم المجتمعات الإنسانية منذ القديم إلى فئتين : فئة الفائض ، وتتكون من أولئك الأفراد الذين يتوافر لهم مدخرات ، تفيض عن حاجتهم الآنية ، وفئة العجز ، وهم الذين يحتاجون إلى أموال لغرض الاستثمار ، مثل التجار وأرباب الصناعة... إلخ .

وكانت العلاقة بين هاتين الفئتين في القديم علاقة مباشرة ، حيث يتم نقل الفوائض المالية إلى فئة العجز ، من خلال هيكل العلاقات الاجتماعية القائمة ، كالقربة والجوار والصدقة والانتماء إلى نفس المهنة أو القبيلة... إلخ ، حيث تكون المعلومات الصحيحة في متناول الفرد ، كما أن لديه القدرة على المتابعة والمراقبة والتحصيل بصفة مباشرة ، إلا أن مثل

هذا الترتيب كان عاجزاً عن النهوض بحاجات المجتمع ، بعد أن توسعت النشاطات الاقتصادية ، وكبر حجم المجتمعات ، فلم يعد ممكناً للفرد أن يتحقق من صحة المعلومات التي يقدمها مستخدمو الأموال ، كما لا يتمكن من المتابعة والتحصيل للقروض والمشاركات ، إلا بتكاليف باهظة . فولدت البنوك التجارية كمؤسسات ، غرضها الأساسي التخصيص في التحليل الائتماني ، وتحقيق اقتصاديات الحجم الكبير ، في جمع المعلومات وتحليلها ، فأصبحت وسيطاً مالياً ، يعزل فئة العجز عن فئة الفائض . فأرباب الأموال ليس عليهم إلا الاطمئنان إلى المؤسسة المصرفية ، التي يودعون أموالهم فيها ، ولديها القدرة المالية على رد أموالهم إليهم ، عند حلول الأجل ، ولا حاجة بهم إلى الاهتمام بالاستخدامات النهائية لأموالهم ، فذلك يعود إلى أن المؤسسة المصرفية تضمن الأموال لأولئك المودعين ، لأنها تحصل عليها على أساس القرض ، فتستفيد هي من قدراتها الفائقة في جمع المعلومات وتحليلها . فالمخاطرة التي يتحملها المدخر هي مخاطرة البنك فقط ، أما مخاطرة الاستثمار فيتحملها بصورة مباشرة البنك وحملته أسهمه ، وليس المدخر .

وحلي أن هذا التطور ، أي ظهور البنوك التجارية ، إنما وقع بسبب التكلفة العالية للحصول على المعلومات ، فكان طبيعياً لما تحسنت سبل الاتصال ، وارتقت وسائل الحصول على المعلومات ، وتطورت أسواق المال ، بحيث أضحت وعاء تتجمع فيه المعلومات الصحيحة والدقيقة والآنية عن أحوال الأسواق ووضع الشركات ... إلخ . وعند توفر ذلك كله ، اتجه المدخرون مرة أخرى إلى الرغبة في إلغاء دور الوسيط المالي (البنك التجاري) ، والاتجاه مباشرة إلى مستخدمي الأموال ، أي إلى فئة العجز . إن الفرق الأساسي بين استثمار الأموال في البنك التجاري واستثمارها في أسواق المال ، هو أن المدخر يتحمل ، من خلال هذه الصلة المباشرة ، مخاطرة استخدام الأموال بنفسه ، ولذلك جاءت الصناديق الاستثمارية ، لكي توفر للملايين المدخرين هذه الفرصة . فلا غرابة أن نجد دور البنوك التجارية ، في كثير من دول العالم ، وبخاصة في الولايات المتحدة ، في انحسار مستمر ، منذ عقدين من الزمان ، وظهر التزايد المستمر في الاستثمارات المباشرة ، التي يتحمل فيها أرباب الأموال مخاطرة الاستخدام النهائي لأموالهم . وتدل الإحصاءات على أن عدد البنوك التجارية في الولايات المتحدة سنة ١٩٨٤ م

كان ١٤٤٩٦ ، لكنه انخفض في سنة ١٩٩٣م إلى ١٠٩٥٩ فقط ، أي أكثر من ٣٠٪^(١) ، كما أن نصيب البنوك التجارية من الأصول المالية كان يساوي ٤٠٪ ، في الولايات المتحدة سنة ١٩٧٣م ، ثم انخفض إلى نحو ٢٤٪ سنة ١٩٩٣م^(٢) .

٥- عمليات الصناديق الاستثمارية

(أ)- التسعير

يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق . وتحدد الصناديق الاستثمارية ، في نظام تأسيسها ، ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة . فإذا كانت مغلقة ، لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات ، إلا في آخر يوم من عمر الصندوق . على أن ذلك لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة ، إذ يمكن التعرف على قيمتها ، من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات ، أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين .

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً ، فإن المدير يحدد يوماً معيناً ، كالأربعاء من كل أسبوع ، إذا كان أسبوعياً ، أو اليوم الأول من كل شهر ، إذا كان شهرياً ، وهكذا . ويسمى يوم التسعير ، وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية ، وهو السعر الذي يمكن بناءً عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ، ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار . ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق . فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهم ، اعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يملكها الصندوق ، مضافاً إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق ، من أرباح الشركات ، أو فروق سعر الصرف ، أو ما إلى ذلك . فإذا أراد المستثمر الخروج ، يمكن له أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق ، بالسعر المعلن . وإذا أراد مستثمر جديد

الدخول ، يمكن له الشراء بذلك السعر ، لأن بإمكان المدير توظيف هذه الأموال الجديدة ، في أسهم جديدة ، يشتريها بالسعر السوقي . فهو عندئذٍ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد . وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج . وفي الصناديق ذات الانضباط الشرعي ، يلزم لتداول الوحدات أن تتحقق شروط ، منها أن أصول الصندوق لا بد أن تكون أصولاً عينية حقيقية ، وليست ديوناً أو التزامات مالية . ذلك أن التداول هو نوع من البيع لهذه الوحدات ، فإذا كان ما تمثله ديوناً ، آل تداولها إلى بيع الدين ، وهو ممنوع ، لغير من هو عليه ، بغير قيمته الاسمية .

(ب) - الرسوم على المشتركين

تفرض الصناديق الاستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين ، لتغطية جزء من تكاليفها ، ولا سيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال .

وتتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة طريقة فرض الرسوم ، ابتداءً عند الاشتراك ، وتسمى (Load - Funds) . وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ، ولكن يحصل عليها السوق . بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق . وترتبط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق ، بحيث تتناقص تلك الرسوم ، بقدر ما تطول هذه المدة ، أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه ، فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج ، وتسمى هذه الصناديق (No-Load Funds) . وفي الصناديق المغلقة ، التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ، ربما احتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسمسار في السوق .

(ج) - الاسترداد والتداول

لما كان عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية ، فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة في تحقيق هذا المطلب ، وتعتمد الصناديق المفتوحة على

ما يسمى بالاسترداد ، حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية . أما الصناديق المغلقة ، فلا تتحقق السيولة فيها ، إلا بتداول الوحدات في سوق منظمة . ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة ، يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين ، الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير . ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير ، وعلى عمر الصندوق ، والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق . ومن الجلي أن هذه السيولة المستبقاة لا تدر عائداً للصندوق (أو لا تدر عائداً مجزياً لقصر أجلها) ، ولذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها . ويفترض أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد ، في يوم التسعير ، سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه . ولذلك فإن السيولة المستبقاة تكون عند الحد الأدنى .

وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار ، بطريقة يتحقق معها قدر من السيولة ، في كل يوم تسعير ، دون الحاجة إلى تعطيل الأموال ، خلال مدة الصندوق ، حتى لو كانت مدة قصيرة ، لأسبوع أو نحوه . ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد ، يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق ، وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه . ولذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق ، منها أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار ، بل برد جزء منه فحسب ، لمن يأتي أولاً ، وتطلب من الآخرين الانتظار . وفي أحيان أخرى ، يتفق الصندوق مع إحدى المؤسسات الكبيرة التي تقدم له (مقابل رسوم محددة) التزاماً بتوفير السيولة له ، عند الحاجة إليها ، أو الالتزام بشراء الوحدات ، التي لا يستطيع الصندوق استردادها ، لعدم توفر السيولة له .

(د) - رسوم الإدارة

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته . وتصمم طريقة احتساب رسوم المدير ، بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق ، بما يفيد جميع المشاركين ، ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق . ويقوم

المدير عندئذٍ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير . ويقطع أجره بالنسبة المتفق عليها . ويتراوح أحوال الإدارة غالباً بين ١٪ إلى ٥٪ من القيمة الصافية . فتزيد أحوال المدير كلما كبر حجم أصوله .

فإذا اعتبرنا المدير وكيلًا عن المستثمرين ، فهي وكالة بأجر ، فلزم أن يكون الأجر معلومًا ، لصحة الوكالة ، لأن حكمها حكم عقود المعاوضات الأخرى ، ولذلك يجب أن يكون الأجر معلومًا مقدمًا ، وليس في نهاية فترة الإدارة . وإن كان على أساس المضاربة ، فللمدير أن يحصل على جزء من الربح ، المتولد من الاستثمار .

(هـ) - الاحتياطات

تحتفظ الصناديق عادةً باحتياطات ، تقتطعها من الأرباح ، والغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه ، وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات . وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق ، وتعد جزءًا من الأموال فيه ، بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته ، إن كان له مدة .

٦- أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي :

(أ) ذكرنا سابقاً أن الصناديق الاستثمارية إنما وقع لها القبول ضمن اتجاه عام في النشاط المصرفي ، فهي تضمن اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة ، وانصراف رغباتهم عن توسط المصارف ، لعزل المخاطرة .

قليلون هم الذين يدركون أن البنوك الإسلامية كان لها قصب السبق ، وفضل الريادة ، في توطيد هذا الاتجاه . ذلك أن نموذج المصرف الإسلامي معتمد على نفس الفكرة الأساسية التي تمثل تطوراً في الوساطة المالية . فعقد المضاربة ، الذي اعتمد عليه عمل البنوك الإسلامية ، لا يجعل المصرف مقرضاً من أرباب الأموال ، كما لا يولد علاقة مديونية بين

المصرف ومصادر أمواله، بل يجعل المصرف في مكان مدير الأموال ، ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال ، وتوجيهها نحو أفضل أنواع الاستخدامات ، من حيث الربح والمخاطرة . ولكنه لا يتولد من تحمل المصرف للمخاطرة الائتمانية ، نيابة عن أصحاب الأموال . فإذا خسرت الاستثمارات خسر أصحاب الحسابات الاستثمارية ، بخلاف البنوك التقليدية التي تضمن هذه الأموال لأصحابها .

من الجلي إذاً أن نفس المنطق الذي كان أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها ، هو نفسه المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي ، الذي يعتمد ، في جانب الخصوم ، على عقد المضاربة .

وفي حين أن البنوك التجارية لم تتعرف على أنواع الاستثمارات ، التي تكون خارج نطاق الميزانية إلا بإداراتها للصناديق الاستثمارية ، فإن نموذج المصرف الإسلامي اعتمد استثماراته لأموال الآخرين خارج نطاق ميزانيته ، لأنها غير مضمونة على المصرف ، وسوف نجد ، عند استعراض العلاقات التعاقدية بين أطراف هذه الصناديق ، أنها تعتمد على علاقة الصندوق بأرباب الأموال ، بعقود شبيهة بالمضاربة ، كما هو حال البنوك الإسلامية.

(ب) ان إنشاء بنك إسلامي في بلد اليوم يحتاج إلى سن قانون جديد ، إذا لم يكن القانون موجوداً ، أو إصدار قانون خاص ، ودون ذلك كله خرط القتاد ، إلا أن إنشاء صندوق استثماري أمر ممكن ، في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق ، في أي مكان من العالم ، لأن تلك القوانين أخذت باعتبار ما أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين ، الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار . ولما كان هدفنا هو في النهاية رفع بلوى الربا عن مجتمعاتنا الإسلامية ، فبأي وسيلة تحقق الهدف ، فهذا أمر حسن ، وإنجاز لا يستهان به ، ومن هنا فالصناديق الاستثمارية بالغة الأهمية في مرحلة تطورنا الحالية.

(ج) لا ريب أن البنوك الإسلامية قد نمت وتزايد عددها ، حتى بلغت مائة أو أكثر ، ولكن لو نظرنا إلى القطاعات المصرفية في بلاد المسلمين لوجدناها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالفائدة . ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات المسلمة يجب أن يأخذ باعتباره أنه ما لم يكن هذه الآلاف المؤلفة من البنوك القائمة ، التي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين ، ما لم يكن لها دور مباشر بهذا المشروع ، ففرص نجاحه قليلة . ولا ريب أن للصناديق الاستثمارية أهمية بالغة في هذا المجال ، لأنها تمثل أول تذوق للبنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامي ، يستطيع من خلال إنشاء صندوق استثماري ، أن يختبر حقيقة ما ندعي من أن المسلمين دائماً يفضلون الحلال على الحرام ، ويجنون أن يتعرفوا على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً ، ليزوب الجليلد بينهم وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي ، والناس أعداء ما جهلوا .

(د) وتتميز الصناديق الاستثمارية على النوافذ في البنوك التقليدية في أن الخلط الذي يتخوف منه كثير من الناس لا يقع فيها ، لأن لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك ، والقوانين تمنع الاختلاط بين أمواله وأموال الصندوق ، مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ، ولا حدود لنموها وحجمها ، وهي بخلاف النوافذ ، لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري ، أو نظام عمله ، أو تعين كادر جديد من الموظفين .

(هـ) ولهذه الصناديق أهمية في نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية ، ذلك أن الانتقال العظيم للرساميل ، لغرض الاستثمار ، في العقدين الماضيين ، إنما كان بصفة أساسية باستخدام صيغة الصناديق الاستثمارية . فهذه الاستثمارات الأجنبية ، في دول شرق آسيا والصين ، التي تدل الإحصاءات على أنها تقارب ٤٠٠ مليار دولار ، إنما جرى إستقطابها من ملايين المستثمرين ، عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة والمتخصصة . ليس هذا هو اللافت للنظر ، بل العجيب أن نجد أموال المسلمين تذهب أولاً إلى مديري الصناديق في أمريكا وأوروبا ، لتجري إعادة استثمارها في مناطق العالم ، بما فيها بلاد المسلمين ، ولكن بصفة غير مباشرة . ولذلك فإن اهتمام المسلمين بهذه المسألة حري بأن يوفر آلية للاستثمار الإسلامي .

٧- علاقة البنوك بصناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار هي شركات تسجل على صفة شخصية اعتبارية ، ذات مسئولية محدودة ، غرضها جمع الأموال ، ثم استثمارها لغرض توليد الربح لأصحاب الأموال ، بالضوابط والشروط المتفق عليها ، والمعلنة في نشرة الإصدار ، وفي أحكام وشروط الاكتتاب. وتسمح القوانين في أكثر بلاد العالم^(١) في تسجيل هذه الصناديق كشركات مساهمة ، لها مجلس الإدارة الخاص بها ، ورأس مالها ، وتصدر عندئذ نوعين من الأسهم ، الأسهم التي يحملها مؤسسو الشركة (تسمى فئة أ) ، والأسهم التي يحملها المستثمرون وتكون على شكل وحدات متساوية القيمة . ولذلك فهي مشروع مالي لا يرتبط بالبنوك ، ولكن مع ذلك فإننا نجد صناديق الاستثمار هي في الغالب من نشاط البنوك . ولعل أهم أسباب ذلك ما يلي :

(أ) يمكن للبنوك من خلال صناديق الاستثمار أن تزيد من حجم الأموال تحت إدارتها ، دون الحاجة إلى زيادة رأس المال . ذلك أن صناديق الاستثمار بالنسبة للبنوك واقعة خارج ميزانيتها ، ولذلك لا ترتبط بعلاقة نسبية مع رأس مال المصرف . ذلك أن القوانين المنظمة لعمل البنوك تلزمها أن لا يقل رأس مال البنك عن ٨٪ (أو أكثر أو أقل بحسب البلد) من جملة الأصول (أو الخصوم) . ولذلك نجد بعض البنوك تدير صناديق استثمارية تساوي حجم البنك بكامله ، أو تزيد .

(ب) يمكن للبنك أن يحصل على دخله من الصناديق الاستثمارية ، على صفة رسوم (مثل رسوم الإدارة ، ورسوم الاشتراك... إلخ) ، بينما يحصل البنك من نشاطه الرئيسي ، وهو الائتمان ، على سعر الفائدة . وتفضل البنوك الدخل المعتمد على الرسوم على ذلك المعتمد على الفائدة ، لأنه أجزل وأكثر استقراراً^(٢) .

١- ومن الاستثناءات المشهورة لذلك ألمانيا واليابان والمملكة العربية السعودية .

٢- ولذلك نجد الإحصاءات تدل على أن جزءاً متزايداً من الدخل يتولد عن الرسوم في البنوك الأمريكية .

(ج) لأن البنوك في إدارتها للصناديق الاستثمارية تستطيع الاعتماد على الخبرات الخارجية في الإدارة ، وتركز على عناصر التميز لديها ، وهي التسويق .

٨- الفروق الأساسية بين التمويل المصرفي والتمويل بواسطة صناديق الاستثمار

رب قائل : لماذا نحتاج إلى صيغة الصناديق الاستثمارية ، لتمويل البنية الأساسية ، ولدينا البنوك التي تستطيع أن تنهض بمهمة التمويل بالقروض أو غيرها من صيغ التمويل المصرفية ؟ الواقع أن المهمة التي يمكن أن تقوم بها الصناديق بالصفات المذكورة آنفاً ، غير ممكنة للبنوك ، للأسباب التالية :

(أ) من طبيعة الإقراض في المصارف التجارية أن يكون قصير الأجل ، ولذلك لا تتجه هذه البنوك إلى تمويل مشاريع البنية الأساسية ، لطول مدة التمويل ، وعظم المخاطرة المتضمنة فيها . وفي الحالات التي تكون السوق المالية المحلية متطورة ، وقادرة على تقديم الصيغ والآليات اللازمة لتصكيك الديون Securitization ، فقد تقوم هذه البنوك بما يسمى origination لتلك الديون ، ثم تحويلها إلى أدوات مالية قابلة للتداول ، وهو ما تعده أكثر الدول النامية . وحتى في حالة تصكيك الديون ، فإن هذه العملية تحتاج إلى إنشاء صندوق استثماري ، تتحول إليه الديون ، وبخاصة عندما تكون ديوناً عظيمة ، يشترك في شرائها عدد كبير من المستثمرين .

(ب) إعطاء الفرص للمواطنين للاستجابة مباشرة لخطاب خدمة الوطن ، وتحمل من المخاطرة المقدار الذي يرغبون في تحمله .

(ج) تتجه البنوك في الوقت الحاضر إلى التركيز على مصادر الدخل ، المعتمدة بصفة أساسية على الرسوم ، وليس الفائدة ، لما تتمتع به هذه الدخل من استقرار ، مقارنة بالفائدة التي تتسم بالتقلب . ومن جهة أخرى ، فإن البنوك بهذه الطريقة تستطيع الحصول على الدخل ، دون تحمل المخاطر الائتمانية في رأس مالها مباشرة ، مما يؤدي إلى زيادة كفاءة استخدام رأس المال . وتعد الرسوم التي تحصل عليها البنوك من إدارة الصناديق

الاستثمارية من أهم مصادر الدخل . وفي نفس الوقت فإن الصناديق تستفيد من كافة الخيرات والقدرات المصرفية المتوافرة للبنوك ، دون الحاجة إلى تحمل مباشر لمخاطر الاستثمار .

٩- المتطلبات الأساسية لاستخدام صناديق الاستثمار في تمويل مشاريع البنية الأساسية :
حتى يمكن استخدام صيغة الصناديق الاستثمارية لتعبئة المدخرات ، ثم توجيهها إلى الاستثمار في مشاريع البنية الأساسية ، لابد من أن يتوفر في القطر متطلبات أساسية ، أهمها :

(أ) وجود القوانين والأنظمة التي تضبط عمل الصناديق
لابد لتحقيق أغراض هذه الصناديق من وجود القوانين التي تنظم العلاقات بين أطراف الصناديق من مديريها لها وبنوك وشركات استثمار ، ومستثمرين وشركات ، تستفيد من الأموال المجمعة في الصناديق لتمويل عملياتها . وهذه القوانين تتعلق بإنشاء الصناديق وتداول وحداتها والمؤسسات التي يمكن لها تسويقها والحماية للمشاركين فيها .

ومن الجلي أن العلاقات التي تنشأ بين هذه الأطراف يتولد عنها العديد من التعقيدات التي تحتاج إلى تدخل جهة مركزية في تنظيمها ، وتقديم الحلول المناسبة لها ، والأحكام الملائمة في القضايا المتعلقة بها . كما تفيد هذه القوانين في تبسيط إجراءات تسجيلها وإدارتها .

(ب) وجود سوق يمكن تبادل وحدات الصناديق فيه :
إن مطلب السيولة من أهم أولويات الاستثمار ، وبخاصة لصغار المدخرين . وتحقيق السيولة في الاستثمار في الصناديق ، عندما تتوفر العناصر التي تمكن من تبادل وحدات الصناديق ، بتكاليف متدنية .

ويمكن أن يكون هذا السوق رسمياً كسوق البورصة ، حيث يجري إدراج الصندوق في قائمة السوق ، وتقع بعد ذلك تبادل وحداته بيعاً وشراءً من قبل المستثمرين ، كما يمكن أن يجري التبادل عن طريق البنوك مباشرة .

هذا بالنسبة للصناديق المغلقة، أما الصناديق المفتوحة فإن خاصية السيولة تكون موجودة فيها ، دون الحاجة إلى مثل ذلك السوق ، وذلك عن طريق ما يسمى الاسترداد .

(ج) وجود أصول حقيقية مملوكة للصندوق :

لا تقتصر صناديق الاستثمار التقليدية على الأصول الحقيقية كالأعيان والمنافع ، بل تكون جملة أصولها على صفة ديون والتزامات مالية ، إلا أن الإجماع عند علماء المسلمين أن بيع الدين لا يجوز إلا بمثل قيمته الاسمية ولمن هو عليه ، في أحله . ولذلك فإنه حتى يصح تبادل وحدات الصندوق ، لا بد أن تكون الأصول المكونة لموجوداته أصولاً غير نقدية، أي ليست من النقود أو من الديون ، وإنما من الأصول الحقيقية القابلة للبيع من الناحية الإسلامية ، مثل الآلات والمعدات والأراضي والعقارات أو المنافع التي يجوز أن يقع عليها البيع. ولذلك فإن الصناديق التي تفرعها لهذا الغرض هي صناديق تأجير ، أو صناديق تمتلك أصولاً حقيقية ، كالأراضي والمعدات وما إلى ذلك .

(د) وجود صانع السوق

من المفضل وجود صانع للسوق لضمان قدر من الاستقرار والانضباط في سوق هذه الوحدات . والوظيفة الأساسية لصانع السوق هو أن يقف مستعداً للبيع والشراء ، لغرض منع قوى السوق من دفع أسعار الوحدات ، بفعل ظروف وقتية ، إلى الارتفاع أو الانخفاض الحادين . إن التقلبات الحادة تؤدي إلى الإضرار بالصندوق ، على المدى الطويل. ويمكن أن يكون صانع السوق أحد البنوك الكبيرة أو إحدى شركات الاستثمار المتخصصة .

(هـ) تحقيق المشروع إيراده بصفة ذاتية

هناك فرق جوهري بين مشروع قادر على تحقيق إيراده بصفة ذاتية ، ومن ثم يعتمد الممولون ، وهم المستثمرون في الصندوق ، في تحقيق العوائد ، على ذلك الدخل ، وبين مشروع آخر يحتاج إلى تمويل لغرض الإنشاءات ، دون أن يحقق إيراداً ذاتياً . في النوع الثاني

من المشاريع - مثل بناء المدارس للحكومة - لا يكون بصيغة التمويل باستخدام الصناديق جدوى (من جهة صاحب المشروع) ، إذ إنها تؤدي إلى زيادة تكلفته عن سعر الفائدة. وباعتبار أن المدين في مثل هذه المشاريع هو الحكومة ، التي تستطيع الحصول على قروض متدنية الفوائد ، فإن على المستثمرين في الصندوق أن يقبلوا هذا المستوى من العائد المالي ، أو أقل منه .

ولذلك تصبح عملية إنشاء مثل هذه الصناديق متدنية الكفاءة ، لأنها تزيد على تكلفة إصدار السندات الحكومية ، ومن ثم لا تقدم عليها الحكومة ، ويتحمل المستثمر فيها مخاطرة تزيد على مخاطرة سندات الحكومة ، ولذلك فإنه لا يقدم عليها . على ذلك يمكن القول إن النموذج الذي نعرضه في هذه الورقة صالح بصفة أساسية لتمويل المشاريع القادرة على تحقيق إيرادات ذاتي . على أن جانباً آخر مهماً يظهر في هذه الصيغة عندما يعمل الصندوق بصيغة الإيجار الذي ينتهي بالتمليك ، في علاقته مع الحكومة ، ففي هذه الحالة فإن الحكومة ربما تكون مستعدة لدفع معدل عائد يزيد عن تكلفة إصدار السندات ، لأنها في هذه الحالة تحصل على الأصول المطلوبة ، دون أن تحمل الميزانية السنوية مزيداً من الديون ، إذ المعروف أن التأجير صيغة تمويل خارج الميزانية. وهذا مطلب مهم في ظل رغبة الحكومة في تقليل عبء الديون .

١٠- صيغة تمويل مشروع للصرف الصحي باستخدام الصناديق

إن المشاريع التي يمكن تمويلها بواسطة صناديق الاستثمار كثيرة ومتعددة ، وتكاد تستغرق كافة جوانب المشاريع البنية الأساسية ، وما نقدمه هنا ليس إلا مثلاً لتوضيح الفكرة .

لنفترض على سبيل المثال أن مدينة س ترغب في إنشاء مشروع للصرف الصحي ، يعتمد على استثمار القطاع الخاص في إنشاء المشروع ، واسترداد رأس المال مع الربح ، خلال عدد من السنوات . ولنفترض وجود شركات مقاولات قادرة على إنشاء المشروع ، وتستطيع إدارته بعد إنشائه . وما نحتاج إليه هو التمويل على مدى عدد من السنوات (٢٥ سنة مثلاً) ،

ينتقل بعدها إلى ملكية الحكومة مثلاً ، أو يستمر مدراً للدخل إلى جهة حكومية .

يتكون المشروع من شبكة الصرف الصحي ، ومن محطات التنقية الخاصة بها ، والمعدات المكملة .

ويتمثل الدخل (التدفقات النقدية) للمشروع من الرسوم التي يدفعها أصحاب المنازل ، والمستفيدين من الشبكة بصفة دورية (شهرياً أو كل ربع سنة) . أما النفقات فهي نفقات إنشاء المشروع ثم نفقات الصيانة .

ومن المتوقع أن التدفقات النقدية لن تبدأ إلا بعد اكتمال أجزاء من المشروع ، وشروع الناس في دفع الرسوم المقررة ، مع أنه لا يستبعد إمكانية إلزام الناس بدفع الرسوم مبكراً .

لو أن صندوقاً استثمارياً قام لغرض التمويل ، فإن الخطوات التالية تقدم لنا صيغة محتملة لعمل هذا الصندوق يحقق الغرض :

أ- يقوم أحد البنوك بإنشاء الصندوق ، وجمع الاشتراكات فيه ، ويكون غرض الصندوق تمويل مشاريع البنية الأساسية ، وهو صندوق مغلق ، تكون وحداته قابلة للتداول في سوق منظمة ، أو عن طريق صانع السوق . ويمكن أن يغلق الصندوق عند الحد من الحجم المالي الذي يغطي تكلفة المشروع كاملة ، كما يمكن له أن يغلق عند حد أدنى من ذلك . وفي الحالة الأولى يمكن للصندوق أن يستثمر أمواله في استثمارات مالية قصيرة الأجل ، في الفترة التي تسبق صرف جميع نفقات المشروع . أما في الحالة الثانية فيمكن للصندوق استخدام الرافعة (Leverage) ، وذلك بتمويل جزء من المشروع بطريقة المراجعة أو الاستصناع .

ب- يقوم الصندوق باستئجار كافة مسارات شبكة الصرف الصحي من الحكومة إجارة طويلة الأجل (٥٠ سنة مثلاً) ، برسوم رمزية أو مجاناً ، واستئجار مواقع محطات تنقية مياه

الصرف الصحي ، وامتلاكها مباشرة . ولا يلزم أن يحصل الصندوق على هذه المنافع بالاستئجار ، بل يفني بالغرض أن يحصل عليها مجاناً من الحكومة ، وعندئذ يكون امتلاكه لها بالهبة ، وهي من نواقل الملكية . فالغرض المقصود أن يكون لدى الصندوق أصول أو منافع قابلة للتداول .

ج- يقوم الصندوق بتمويل عمليات إنشاء مشروع الصرف الصحي على تلك المسارات المستأجرة من الحكومة ، وتكون شبكة الصرف عندئذ ملكاً للصندوق . ويوكل لشركات المقاولات أمر إنشائها ، ولشركة إدارة المشروع تشغيله ، بعد الانتهاء من الإنشاءات .

د- يكون الصندوق في هذه المرحلة قد استنفد كافة موارده المالية ، ولكنه بدأ يستفيد من التدفقات النقدية المتمثلة في الرسوم التي يدفعها الناس .

هـ- تمثل التدفقات النقدية عائداً شهرياً يقبضه المستثمرون ، وهم حملة الوحدات الاستثمارية في الصندوق بصفة دورية ، وهي تمثل المبلغ الصافي بعد دفع الإيجارات الرمزية للحكومة ، وتكاليف صيانة الشبكة .

و- ونجاح مثل هذا البرنامج يحتاج إلى عدة متطلبات أساسية منها :

* تحديد الرسوم :

على الحكومة أن تحدد الرسوم بطريقة تحقق العائد المناسب على الاستثمار ، دون أن يؤدي ذلك إلى إرهاب المواطنين ، وأن تكون رسوماً متغيرة ، تأخذ باعتبارها الفرص البديلة وتكاليف الأموال ، حتى تحقق الاستقرار لأسعار وحدات الصندوق .

* مخاطر الاستثمار :

إذا أغفلنا المخاطر السياسية والبيئية ، فإن المخاطر التي يواجهها الصندوق هي بصفة أساسية : المخاطر الائتمانية Credit risk ، المتمثلة في ماطلة المشتركين ، أو عجزهم أو

توقفهم عن سداد الرسوم . ويمكن للحكومة ، رغبة في تشجيع هذا الاستثمار النافع ، من الناحية الاجتماعية ، تقليل هذه المخاطرة ، بربط رسوم شبكة الصرف الصحي بأمر يصعب على الناس تحمل انقطاعه كالكهرباء . فينص على أن عدم دفع فاتورة الصرف الصحي سيؤدي إلى انقطاع الكهرباء عن المنزل أو الوحدة السكنية .

ز- تداول الوحدات والاسترداد :

سواء كان الصندوق مغلقاً تتداول وحداته في سوق منظمة ، أو كان مفتوحاً تعتمد السيولة فيه على الاسترداد ، فإن تسييل المستثمر لوحداته في الصندوق إنما يتم على أساس البيع للآخرين .

وحتى تكون شروط صحة البيع متوافرة ، لا بد أن يقع العقد على أصول قابلة للبيع . ووحدات الصندوق المذكور تمثل منافع ، وهي مسارات الشبكة المستأجرة من الحكومة ، وأعياناً وهي الشبكة المملوكة للصندوق . ومن ثم يمكن تداولها بالبيع .

١١- صيغة تمويل شق الطرق باستخدام صيغة صناديق الاستثمار

يمكن أن نسير على نفس المنوال السابق في استخدام صناديق الاستثمار ، لتمويل شق الطرق . فيقوم الصندوق باستئجار مسار الطريق لمدة طويلة (٥٠ سنة مثلاً) من الحكومة ، بأجرة رمزية (أو الحصول على ذلك مجاناً) ، ثم تستخدم الأموال فيه لتمويل إنشاء الطريق ، ثم بعد اكتماله يفرض رسوم مرور يتفق عليها مع الحكومة . ويمثل رسم المرور هذا التدفقات النقدية التي توزع على المشاركين في الصندوق .

ويكون الصندوق مغلقاً طول مدة حياته ، على أن وحداته قابلة للتداول ، لأن كل واحدة منها تمثل حصة شائعة في المنافع التي يولدها المسار المستأجر من قبل الصندوق . ومن الجلي أن مثل هذا المشروع قليل المخاطرة ، ولذلك فإنه يكون قادراً على اجتذاب المستثمرين ، حتى بعوائد قليلة .

ولا يلزم أن تغطي الأموال في الصندوق جميع تكلفة المشروع ، إذ يمكن إغلاق هذا الصندوق ، على مبلغ يقل عن التكلفة الكلية ، ثم استخدام الرافعة (Leverage) .

د. محمد العلي القري

أهم المراجع

- John Downes and Jordan Elliot Goodman .
Finance and Investment Handbook.
New York , Barrons , 1990.
- Amy L. Domini and Peter D. Kinder.
Ethical Investing.
Reading , Mass, Addison - Wesley Inc. . 1986.
- Rodney Wilson.
Economics, Ethics and Religion.
New York Unit. Press .
1997
- Bruce Jacob's .
All about Mutual Funds.
Chicago , Probes, 1994.
- Frank Capiello
Closed - end Funds .
Chicago , International Publication , 1992.
- Jonathon Baskin and Paul Miranti.
A History of Corporate Finance .
London , Cambridge , 1997.
- Chet Currier
The Investors Encyclopedia.
New York , Franklin Watts , 1987.
- Bruno Solnik .
International Investments
Reading , Mass . Addison - Wesley publish . 1996.

- Albert J . Fredman & Russ Wiles
How Mutual Funds Work
New York , New York Lstitute of Finance 1993.
- John Bogle
Bogle on mutual Funds.
Irwin . 1993.
- Mohammed A. Elgari
Islamic Investment Funds on means for reissue Inobilization.
IDB, IRTI.
- Islamic Investment Funds as means for resources mobilization . In :
Islamic Financial Instruments for public sector resource mobilization ,
Edited by : Ausaf Ahmed and Tariqullah Khan .IDB, IRTI 1997 pp
249 - 266 .